



RBC BlueBay
Asset Management

ドイツの政治危機

シュルツ首相の下に「時代の転換点“Zeitenwende”」は存在しなかった



カスパー・ハンス
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
投資適格債チーム

2024年12月

欧州最大の経済大国であるドイツは11月、連立政権の崩壊で混乱に陥りました。2025年初頭に解散総選挙が行われる予定ですが、シニア・ポートフォリオ・マネジャーであるカスパー・ハンスの見解をお伝えします。

来年を見据えると、オラフ・シュルツ首相はもはやその座に居続けることは叶わないでしょう。彼の政策はあまりにも抑制的で、債務上限問題でもウクライナ問題でも足跡を残すことができませんでした。確かに現在のドイツは戦後最も困難な時期にあります。スペイン風邪以来の深刻なパンデミックとなった新型コロナウイルスの経済的なインパクトや、中国の輸出攻勢（特にEV領域の競合はドイツを上回ります）、ロシアによるウクライナ侵攻など様々な問題に直面しました。

また、欧州のエネルギー市場への厳しい状況に対する財政的支援も足りていません。これは「黒いゼロ“schwarze Null”」（財政均衡へのコミット）という同国のスタンスによるものです。終わりが見えているような問題への対処であればこれで良いかもしれませんが、現在進行中のロシアによる地政学的脅威や、中国に産業セクターのリードを許している状況、米国によるデジタル領域の支配などに対処するには、現政権を上回る投資が必要です。

新しい連立政権のフォーメーションには困難が伴います。右派・左派のポピュリスト的政党がほぼ3分の1を占める予定であり、「黒いゼロ」の変更などの絶対多数を必要とする決定を阻止する可能性があります。加えて、世論調査でリードしている最大野党「キリスト教民主同盟（CDU）」も、過半数を取るために2つの連立パートナーを探す必要に迫られるでしょう。

CDU党首のメルツ氏からすれば、シュルツ氏の社会民主党（SPD）との連立ではなく、「ジャマイカ連立」（CDU/CSU・自由民主党・緑の党の連立：党のカラーがジャマイカ国旗の配色に近いことから）が望ましいと見られます。しかしながら、ここでも緑の党と自由民主党との大きな政策の違いを埋めなければなりません。

問題は、失業率が潜在的に上昇するリスクがある中で、他の支出を増やさず、かつこれ以上の税収を失うことなく如何に投資を拡大するか（とりわけ軍事面）という「ゴルディアスの結び目（難題の意）」を、メルツ氏がどのように解くのかという点です。

選挙プログラムは明確であり、歳出削減を通じて生産性を高めることを目指しています。しかしそれだけでは十分ではありません。メルツ氏が望んでいること、そして実現可能なソリューションは、欧州としての行動でしょう。それは防衛費の増額ですが、このパズルを解くためには、欧州のパートナー国との協力だけでなく、EUによる資金拠出も必要です。

EUの7か年予算において、ドイツは唯一の実質的な純拠出国となっています。仮に拠出が減らされたとしても、それがEU全体の共通の防衛費に充てられるとしたらどうなるでしょうか。これはもはや後戻りのできない欧州の財政統合、すなわち長期的に高い生産性の可能性を秘めた統合の始まりとも言えるでしょう。NATOの要求する防衛費2%レベルは、支出を考慮に入れなければ約3,000億ユーロ程度となります。¹

ドイツにとっては、エネルギー・インフラのさらなる拡大とデジタル・トランスフォーメーションに必要な支出のための1,000億ユーロの成長パッケージの道が開かれることとなります。これは米国への依存を最小限にすることにも繋がります。これに加えて、もしポーランドがEUを通じて防衛費を調達できれば、これにドイツがEUに拠出している200億ユーロが加わる可能性があります。²

なお、ポーランドはEU予算における最大の純受益国です。

また、二大政党による大連立の可能性もあるかもしれませんが、それは債務問題のギリギリの交渉の結果起きるものとなるでしょう。これはSPDにとってあまりメリットにはならないでしょうし（SPDは野党でいた方が支持を取り戻せると見られます）、この連立から生まれる妥協案も満足のいくものではないでしょう。メルツ氏は、2つの最悪の選択肢から選ぶことになります。すなわち、さらに多くの債務を背負うことになるか、欧州統合を封印するか、ということです。これが彼の政治的なレガシーとなるでしょう。

今のところ、当社は欧州へのプレッシャーは続くとの見方から、通貨ユーロをショートし、欧州金利に対する前向きな見方を維持しています。とりわけ、間近に迫っている貿易戦争に関しては、欧州は米国と中国の板挟みとなり、潜在的に大きな影響を受けると見えています。

また、迫りくる紛争の和平交渉も、この地域の安定に繋がらない可能性もあると警戒感を持っています。その意味でバルト三国に関してはショート・ポジションとしていますが、その後のインフラ投資の恩恵を受けるであろうルーマニアに関しては選好を維持しています。

現時点で欧州をポジティブに見られる材料としては、欧州が投資に舵を切る可能性があるという点でしょう。もっとも、メルツ氏がそれを実現できるかは、見極めていかないといけません。

1 RBC GAM

2 Spending and revenue-欧州委員会

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management